

证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

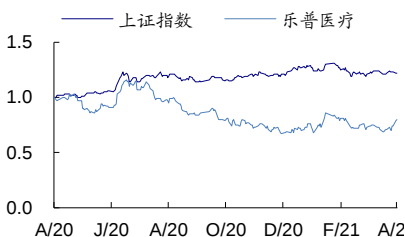
乐普医疗(300003)
买入

2020 年报及 2021 一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,805/1,528
总市值/流通(百万元)	56,844/48,132
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	46.96/26.08

相关研究报告:

《乐普医疗-300003-2020 年度及 2021Q1 业绩预告点评: 集采落地利空出尽, 平台价值本色不改》——2021-02-02

《乐普医疗-300003-2020 年三季报点评: 扣非业绩稳健增长, 期待创新器械放量》——2020-10-30

《乐普医疗-300003-2020 半年报点评: 业绩符合预期, 期待创新器械放量》——2020-08-29
 《乐普医疗-300003-重大事件快评: 新品获批符合预期, 器械创新实力凸显》——2020-06-15

《乐普医疗-300003-2020 年一季报点评: 疫情影响业绩, 全年维持看好》——2020-04-29

证券分析师: 陈益凌

电话: 021-60933167

E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010002

联系人: 李虹达

电话: 0755-81982970

E-MAIL: lihongda@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

Q1 业绩超预期, 创新产品支撑成长

● 2020 全年业绩符合预期, 2021Q1 业绩超预期

公司 2020 年收入 80.39 亿(+3.12%), 归母净利润 18.02 亿(+4.44%), 扣非归母净利润 14.13 亿(+13.87%)。其中 Q4 单季度营收 16.52 亿(-13.79%), 扣非归母净利润-1.84 亿(-108.57%)。全年业绩符合预期, 受集采影响 Q4 单季度收入端出现下降, 利润端亏损。2021 年 Q1 实现营收 27.49 亿元(+64.96%), 归母净利润 7.26 亿元(+89.17%), 扣非归母净利润 6.83 亿元(+81.76%)。一方面受疫情导致的低基数影响, 另一方面介入无植入器械、新冠诊断试剂均取得大幅增长。

● 疫情与集采对 20 年支架业务影响较大, Q1 介入无植入器械放量

2020 年公司器械板块收入 34.00 亿元(-1.05%), 其中金属支架收入 8.45 亿元(-38.5%), 主要由于疫情影响手术量及支架集采预期下 Q4 销量下降。21Q1 随着支架集采落地, 介入无植入产品收入 1.32 亿元(+1400%), 较 20Q4 环比增长 320%, 其收入贡献占冠脉产品总收入的 62.6%。2020 年新冠试剂、家用器械等疫情相关产品销量大幅增长, 21Q1 受海外疫情影响, 新冠相关诊断试剂订单需求旺盛, 实现收入 6.07 亿元, 预计 Q2 订单量仍较为饱满。2020 年药品板块收入 34.12 亿元(-11.35%), 预计主要受到集采影响所致。

● 持续加大研发投入, 心血管平台性龙头厚积薄发

公司 2020 年研发投入 8.06 亿元(+27.7%), 占营业收入比率为 10.0% (+1.93pp), 重点布局“介入无植入”升级产品、结构性心脏病与瓣膜类创新器械、AI 人工智能医疗器械等领域。公司在心血管领域的平台性优势有望持续体现, 驱动公司业绩长期稳健成长。

● 风险提示: 创新器械推广不及预期; 研发进度不及预期; 政策风险

● 投资建议: 研发布局厚积薄发, 创新产品支撑成长, 维持“买入”。

支架与药品集采利空出清, “介入无植入”产品组合放量可期, 持续加大研发投入, 创新器械管线有望打开成长空间。预计 2021~2023 年公司实现归母净利润 23.25/28.89/36.32 亿元(此前 2021~2022 年预测为 23.20/29.61 亿元), 同比增长 29.0%/24.3%/25.7%, 对应当前股价 PE 为 25/20/16X, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,796	8,039	9,677	11,097	13,202
(+/-%)	22.6%	3.1%	20.4%	14.7%	19.0%
净利润(百万元)	1725	1802	2325	2889	3632
(+/-%)	41.6%	4.4%	29.0%	24.3%	25.7%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.00	1.29	1.60	2.01
EBIT Margin	28.6%	26.3%	27.3%	29.6%	31.6%
净资产收益率(ROE)	23.1%	18.3%	20.6%	22.1%	23.7%
市盈率(PE)	33.1	32.1	24.9	20.0	15.9
EV/EBITDA	7.7	26.2	22.4	18.2	14.6
市净率(PB)	26.11	5.85	5.12	4.42	3.78

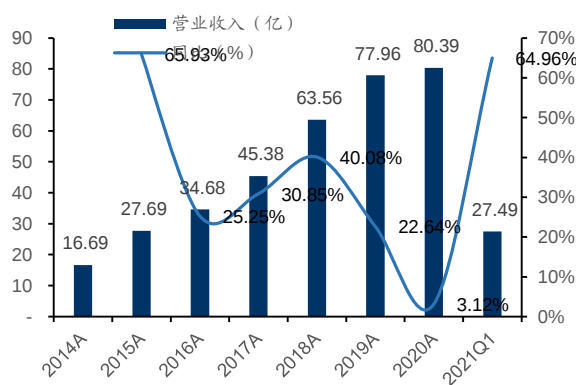
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 全年业绩符合预期,集采预期影响 Q4 业绩。乐普医疗 2020 年现营收 80.39 亿元 (+3.12%), 归母净利润 18.02 亿元 (+4.44%), 扣非归母净利润 14.13 亿元 (+13.87%)。其中四季度单季度营收 16.52 亿元 (-13.79%), 单季度归母净利润-1.71 亿元(-251.26%), 单季度扣非归母净利润-1.84 亿元(-108.57%)。业绩符合预期, Q4 单季度由于集采影响, 导致收入端出现下降, 利润端亏损。

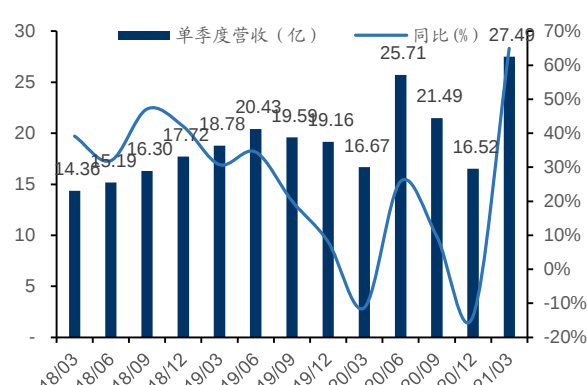
Q1 业绩超预期, 创新器械及新冠诊断试剂放量。2021 年 Q1 实现营收 27.49 亿元 (+64.96%), 新冠疫情相关的 IVD 产品收入 6.07 亿元, 除新冠疫情相关产品外的原有基本业务收入增幅为 28.57%。归母净利润 7.26 亿元(+89.17%), 扣非归母净利润 6.83 亿元(+81.76%)。一方面受疫情导致的低基数影响, 另一方面, 介入无植入器械、新冠诊断试剂均取得大幅增长。

图 1: 乐普医疗营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



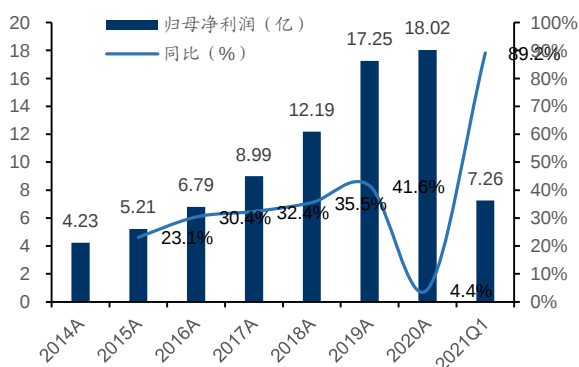
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 乐普医疗单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



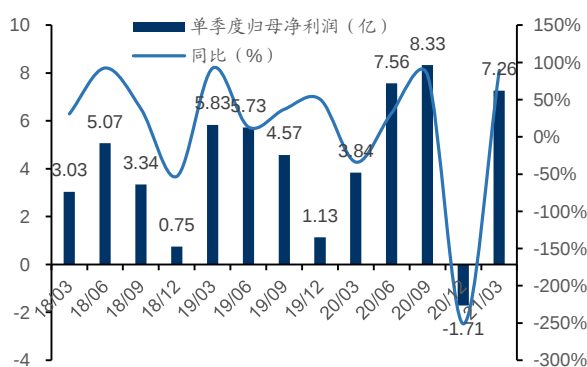
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 乐普医疗归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 乐普医疗单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

器械板块受支架集采影响较大, 新冠相关产品快速放量。2020 年公司器械板块实现收入 34.00 亿元 (-1.05%), 主要由于疫情影响心血管产品销量及支架集采大幅降价预期下 Q4 销售收入下滑 (公司业务分类口径有所调整, 原属于“医疗器械”板块的健康管理类产品划入“医疗服务与健康管理”板块)。具体来看:

- **心血管介入产品:** 2020 年公司心血管介入产品实现收入 11.13 亿元 (-37.85%), 其中金属支架实现收入 8.45 亿元 (-38.5%)。介入无植入系列产品 (可降解支架、药物球囊、切割球囊等) 预计主要处于进院推广过程中, 贡献收入比例相对较低。但 21Q1 随着支架集采落地, 介入无植入产品实现收入 1.32 亿元 (+1400%), 较 20Q4 环比增长 320%, 其收入贡

献占冠脉产品总收入的 62.6%。

- **结构型和心脏节律器械：**2020 年实现收入 1.91 亿元 (+0.09%)，预计手术量受到疫情影响，随着左心耳封堵器上市和疫情影响降低，后续有望恢复稳健增长。
- **非心血管器械（IVD、外科器械、麻醉产品等）：**2020 年实现收入 17.11 亿元 (+76.43%)。新冠疫情相关的 IVD 诊断试剂产品在 2021Q1 实现收入 6.07 亿元，且预计 Q2 订单量仍较为饱满，去年有望延续增长态势。
- **代理配送业务：**2020 年实现收入 3.86 亿元 (-20.50%)。

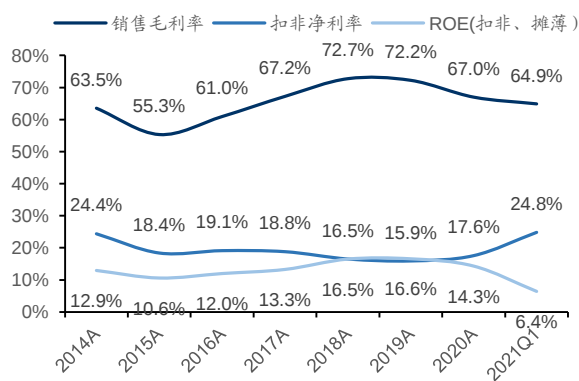
药品板块受集采影响导致收入下降，未来预计将贡献稳定的现金流。2020 年药品板块收入 34.12 亿元 (-11.35%)，其中制剂业务实现收入 28.72 亿元 (-9.91%)，原料药业务收入 5.40 亿元 (-18.31%)。

医疗服务及健康管理板块快速发展。根据公司新业务分类口径，医疗服务及健康管理板块包括了公司原有的医疗服务、新型医疗业态板块，及原归属于医疗器械板块的健康管理类产品。2020 年实现收入 12.27 亿元 (+140.36%)，其中预计家用医疗器械类产品受疫情带来的需求影响增速较高。

2020 年毛利率受集采影响下降，费用率控制较好。2020 年公司销售毛利率达到 66.99% (-5.24pp)，其中医疗器械板块毛利率 64.62% (-4.67pp)，药品板块毛利率 76.20% (-2.89pp)，预计主要由于集采降价影响所致，医疗服务及健康管理毛利率提升显著，达到 47.93% (+7.71pp)，预计主要与家用医疗器械产品销量增长有关。公司 2020 年销售费用率为 22.87% (-4.99pp)，销售费用同比下降 15.33%，主要由于受药品集采及新冠疫情影响市场推广力度有所降低导致市场推广费等减少所致；管理费用率 7.55% (+0.03pp)，财务费用率 3.32% (-0.27pp)，研发费用率 9.16% (+2.18pp)。期间费用率合计 42.90% (-3.05pp)。

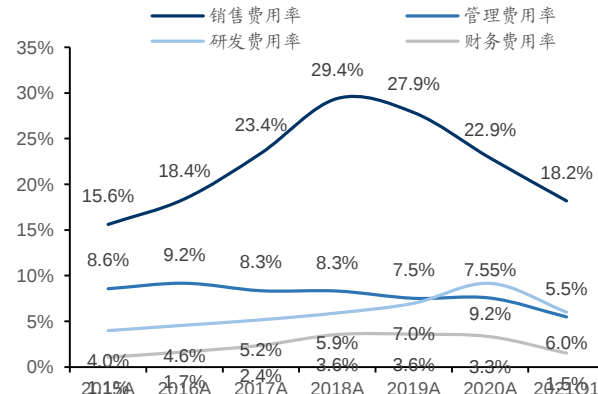
2021 年 Q1 毛利率及销售费用率继续同步下降。2021 年一季度公司销售毛利率 64.89% (-8.80pp)，销售费用率 18.19% (-7.18pp)，管理费用率 5.48% (-2.01pp)，财务费用率 1.51% (-2.24pp)，研发费用率 6.00% (-1.65pp)。期间费用率合计 31.18% (-13.08pp)。受支架集采影响，毛利率及销售费用率继续保持同步下降趋势，但预计随着高毛利介入无植入产品放量，全年毛利率水平有望回升。

图 5：乐普医疗毛利率、净利率、ROE 变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

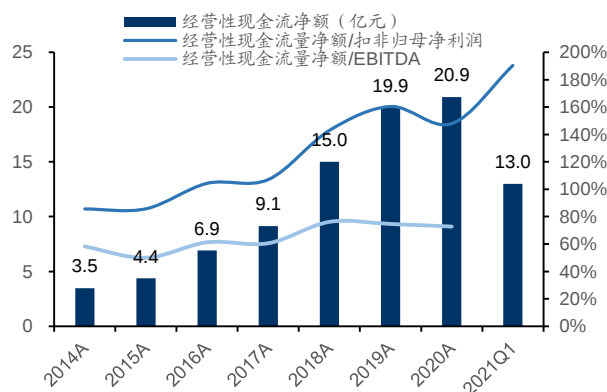
图 6：乐普医疗期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

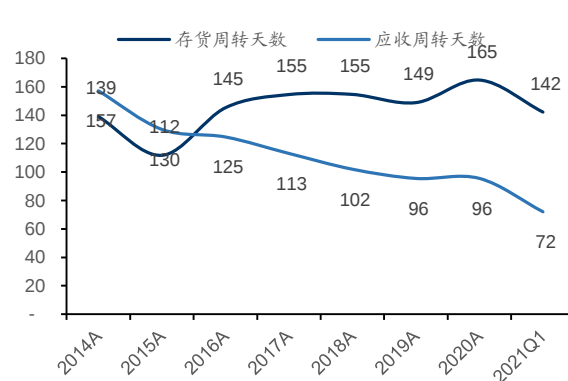
Q1 经营性现金流大幅提升，存货及应收账款周转率提高。公司 2020 年经营性净现金流达到 20.9 亿元（+5.0%），2021 年 Q1 经营性净现金流达到 13.0 亿元（+1133%）。主要由于 Q1 公司回款情况良好，同时新冠疫情相关的出口业务订单收到大量预收款待陆续交付。存货及应收账款周转天数 Q1 均显著下降，公司运营效率持续提升。

图 7：乐普医疗经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

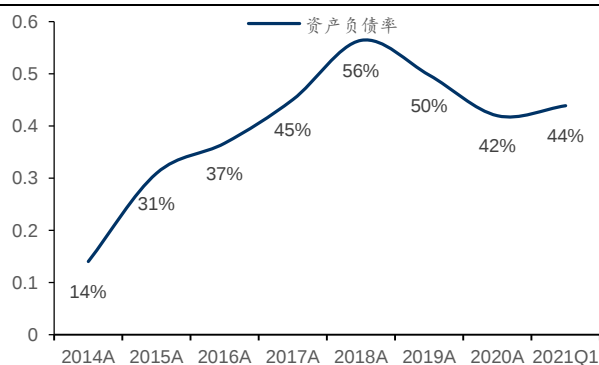
图 8：乐普医疗存货及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

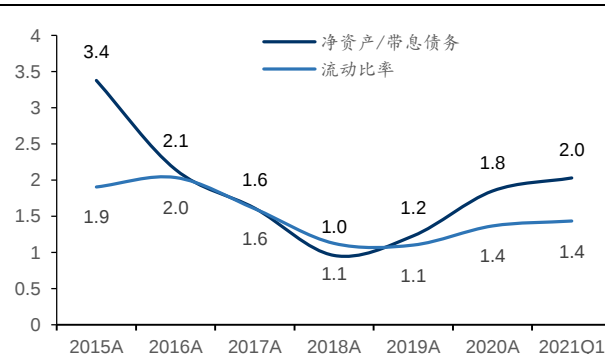
资产负债率稳步降低，偿债能力进一步提升。公司 2020 年末资产负债率达到了 42%，同比显著降低，2021 年 Q1 末达到 44%，预计随着可转债陆续转股，有望进一步下降。公司流动负债和带息债务的偿债能力均持续提升。资本结构有望进一步优化，使公司财务运营质量保持在健康合理的水平。

图 9：乐普医疗资产负债率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：乐普医疗偿债能力变化

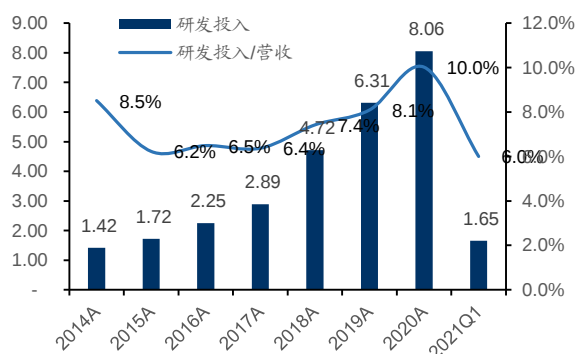


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

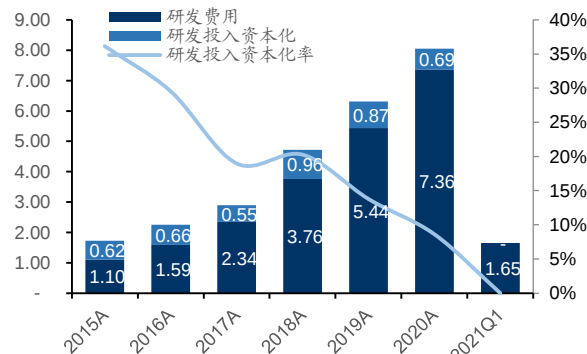
持续加大研发投入，重点布局创新器械。2020 年公司研发投入 8.06 亿元（+27.7%），占营业收入比率为 10.0%（+1.93pp）。资本化比重持续降低。公司秉承“预研一代、注册一代、生产销售一代”的原则，持续加大介入无植入与 AI 医疗器械的研发，构建了完善的产品研发管线。

- **冠脉介入无植入产品：**NeoVas 生物可吸收支架将按照 CDE 要求，进行上市后 2000 例临床研究，同时加快研发新一代可降解支架。第二代药物球囊已有多项产品送型式检验，包括冠脉小血管用药物球囊、ACS 用药物球囊、冠脉原位病变用药物球囊等。第三代雷帕霉素药物球囊已完成全面动物实验研究，动物体内的安全性和有效性均达到预期目标，相关产品的型式检验工作正在进行中。

- **结构性心脏病产品：**可降解室间隔封堵器已完成临床试验，术后 6 个月封堵成功率 100%，2021 年 2 月获 NMPA 注册受理，预计 2022 年获批；可降解房间隔缺损封堵器预计 2021 年 4 月启动临床入选，2022 年取得临床试验报告并报产
- **瓣膜类产品：**经导管植入式主动脉瓣膜（TAVR3.0）已取得动物实验报告和型式检报告，已启动临床研究；经心尖二尖瓣修复系统已取得型式检验报告，2021 年上半年取得动物实验报告，将进入中国临床试验阶段；经心尖二尖瓣夹系统已完成前期实验验证，已进行正式动物实验研究，并同时开展型式检验，预计 2021 年进入临床。

图 11：乐普医疗研发投入与营收占比（亿、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：乐普医疗研发支出资本化与费用化情况（亿、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测：全年有望维持业绩高增长

器械板块：受疫情与集采影响，2020 年冠脉介入产品基数较低，尽管金属支架集采落地预计在年内仍将对公司收入和利润端带来影响，但介入无植入产品组合有望在支架集采后快速放量，凭借较高的利润率水平弥补集采带来的损失。IVD 板块新冠试剂 Q1 贡献较大，Q2 订单较为饱满，全年收入情况受海外疫情变化影响较大。非支架非新冠产品预计在低基数下有望实现较高增长。

药品板块：氯吡格雷与阿托伐他汀 2020 全年受集采影响降价幅度较大，收入端受到显著影响，2021 年收入口径可比，在低基数下预计将恢复到良性增长区间。

费用端：2020 年疫情影响下销售费用率大幅下降，预计 2021 年全年有所回升，但支架集采落地后在影响收入的同事预计也将带来销售费用率的降低。2020 年公司加大研发投入，后续预计仍将保持较高的研发投入强度。资产负债率持续下降，预计公司财务费用率将小幅下降。

盈利预测：综合来看，支架集采落地预计将对公司收入利润端带来一定负面影响，但创新器械、新冠诊断试剂等放量预计将对业绩带来正面影响。我们基本维持 2021 年收入及盈利预测，考虑到 2022 年海外疫情相关产品需求可能下降，小幅下调 2022 年盈利预测并新增 2023 年盈利预测。预计 2021~2023 年收入 96.77/110.97/132.02 亿元（此前 2021~2022 年收入预测为 97.58/120.98 亿元），同比增长 20.4%/14.7%/19.0%。预计 2021~2023 年公司归母净利润为 23.25/28.89/36.32 亿元（此前 2021~2022 年预测为 23.20/29.61 亿元），同比增长 29.0%/24.3%/25.7%。

表 1: 乐普医疗收入与盈利预测

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	45.38	63.56	77.96	80.39	96.77	110.97	132.02
器械板块	25.21	28.34	34.36	34.00	44.67	48.79	57.73
冠脉介入及外周介入	12.33	14.13	17.91	11.13	14.96	19.95	24.23
金属支架及辅助耗材	11.71	14.13	16.32	10.17	9.98	11.64	13.32
介入无植入器械			1.59	0.96	4.99	8.31	10.91
结构型和心脏节律器械		1.36	1.91	1.91	2.58	3.22	4.03
非心血管器械		8.70	9.70	17.11	22.31	20.08	23.09
代理配送	3.06	4.15	4.85	3.86	4.82	5.54	6.38
药品	17.42	31.72	38.49	34.12	39.84	47.46	56.64
制剂	13.71	26.49	31.88	28.72	32.93	38.89	46.18
氯吡格雷	6.80	11.80	11.28	7.89	8.52	9.21	9.94
阿托伐他汀钙	3.64	8.85	12.46	11.83	13.61	15.65	18.00
其他制剂	3.27	5.84	8.15	8.99	10.79	14.03	18.24
原料药	3.71	5.23	6.61	5.40	6.91	8.57	10.46
医疗服务及健康管理	2.74	3.50	5.10	12.27	12.27	14.72	17.66
营业收入增速		40.1%	22.6%	3.1%	20.4%	14.7%	19.0%
器械板块		12.4%	21.2%	-1.1%	31.4%	9.2%	18.3%
冠脉介入及外周介入		14.6%	26.8%	-37.9%	34.4%	33.3%	21.5%
金属支架及辅助耗材		20.6%	15.5%	-37.7%	-1.9%	16.7%	14.4%
介入无植入器械				-39.7%	418.0%	66.6%	31.3%
结构型和心脏节律器械			40.3%	0.1%	35.0%	25.0%	25.0%
非心血管器械			11.4%	76.4%	30.4%	-10.0%	15.0%
代理配送		35.5%	16.9%	-20.5%	25.0%	15.0%	15.0%
药品		82.1%	21.3%	-11.3%	16.8%	19.1%	19.3%
制剂		93.2%	20.3%	-9.9%	14.6%	18.1%	18.8%
氯吡格雷		73.5%	-4.4%	-30.0%	8.0%	8.0%	8.0%
阿托伐他汀钙		143.3%	40.8%	-5.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其他制剂		78.6%	39.5%	10.4%	20.0%	30.0%	30.0%
原料药		41.0%	26.3%	-18.3%	28.0%	24.0%	22.0%
医疗服务及健康管理			45.7%	140.4%	0.00%	20.00%	20.00%
毛利率							
整体	67.2%	72.7%	72.2%	67.0%	67.8%	69.0%	70.1%
器械板块	67.0%	69.1%	69.3%	64.6%	66.0%	68.0%	70.0%
药品	71.3%	79.9%	79.1%	76.2%	76.0%	76.5%	77.0%
医疗服务及健康管理		38.3%	40.2%	47.9%	48.0%	48.0%	48.0%
毛利							
整体	30.51	46.24	56.30	53.85	65.65	76.55	92.50
器械板块	16.90	19.57	23.81	21.97	29.48	33.18	40.41
药品	12.43	25.33	30.44	26.00	30.28	36.30	43.61
医疗服务及健康管理			2.05	5.88	5.89	7.07	8.48
期间费用							
销售费用	10.62	18.68	21.72	18.39	24.48	26.63	30.37
销售费用率	23.4%	29.4%	27.9%	22.9%	25.3%	24.0%	23.0%
管理费用	3.79	5.29	5.86	6.07	7.54	8.46	10.10
管理费用率	8.3%	8.3%	7.5%	7.5%	7.8%	7.6%	7.7%
研发费用	2.34	3.76	5.44	7.36	7.11	8.69	10.71
研发费用率	5.2%	5.9%	7.0%	9.2%	7.4%	7.8%	8.1%
财务费用	1.07	2.26	2.80	2.67	1.76	1.34	1.08
财务费用率	2.4%	3.6%	3.6%	3.3%	1.8%	1.2%	0.8%
归母净利润	8.99	12.19	17.25	18.02	23.25	28.89	36.32
净利率	19.8%	19.2%	22.1%	22.4%	24.03%	26.03%	27.51%
同比增长		35.5%	41.6%	4.4%	29.03%	24.25%	25.73%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测 注:根据公司收入口径变化追溯调整至 2018 年

投资建议：研发布局厚积薄发，创新产品支撑成长，维持“买入”评级。支架与药品集采利空出清，“介入无植入”产品组合放量可期，持续加大研发投入，创新器械管线有望打开成长空间。我们维持 2021 年收入及盈利预测，考虑到 2022 年海外疫情相关产品需求可能下降，小幅下调 2022 年盈利预测并新增 2023 年盈利预测。预计 2021~2023 年收入 96.77/110.97/132.02 亿元（此前 2021~2022 年收入预测为 97.58/120.98 亿元），同比增长 20.4%/14.7%/19.0%。预计 2021~2023 年公司预计实现归母净利润为 23.25/28.89/36.32 亿元（此前 2021~2022 年预测为 23.20/29.61 亿元），同比增长 29.0%/24.3%/25.7%。对应当前股价 PE 为 25/20/16X，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210429	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资评 级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E		
300003	乐普医疗	32.03	578	1.00	1.29	1.60	2.01	32.1	24.9	20.0	15.9	18.3	0.8		买入
600276	恒瑞医药	82.35	4391	1.19	1.46	1.77	2.12	69.4	56.3	46.4	38.8	20.7	2.2		买入
300760	迈瑞医疗	451.30	5486	5.48	6.55	7.99	9.97	82.4	68.9	56.5	45.3	28.6	2.6		买入
002223	鱼跃医疗	30.22	303	1.75	1.27	1.47	1.80	17.2	23.7	20.5	16.8	23.7	22.5		买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2434	2930	3360	3997	营业收入	8039	9677	11097	13202
应收款项	2261	2721	3120	3712	营业成本	2654	3113	3442	3953
存货净额	1424	1668	1829	2105	营业税金及附加	90	109	125	149
其他流动资产	381	333	425	529	销售费用	1839	2448	2663	3036
流动资产合计	6577	7730	8811	10421	管理费用	1343	1368	1580	1895
固定资产	2706	3133	3678	4205	财务费用	267	176	134	108
无形资产及其他	1386	1896	2462	3090	投资收益	(154)	80	80	80
投资性房地产	6649	6649	6649	6649	资产减值及公允价值变动	473	300	300	300
长期股权投资	839	853	868	883	其他收入	(16)	0	0	0
资产总计	18157	20261	22468	25248	营业利润	2149	2843	3532	4441
短期借款及交易性金融负债	3004	3865	5567	6577	营业外净收支	54	0	0	0
应付款项	821	1150	1200	1349	利润总额	2203	2843	3532	4441
其他流动负债	987	1807	1797	1978	所得税费用	326	421	523	658
流动负债合计	4812	6822	8563	9903	少数股东损益	75	97	120	151
长期借款及应付债券	2334	834	(666)	(1666)	归属于母公司净利润	1802	2325	2889	3632
其他长期负债	474	577	691	803					
长期负债合计	2808	1411	25	(863)					
负债合计	7619	8233	8588	9040	现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	665	727	804	902	净利润	1802	2325	2889	3632
股东权益	9873	11301	13075	15306	资产减值准备	(322)	366	78	76
负债和股东权益总计	18157	20261	22468	25248	折旧摊销	388	309	369	412
					公允价值变动损失	(473)	(300)	(300)	(300)
					财务费用	267	176	134	108
					营运资本变动	(1661)	961	(420)	(454)
					其它	370	(303)	(0)	21
					经营活动现金流	104	3357	2615	3388
					资本开支	(1445)	(1310)	(1258)	(1344)
					其它投资现金流	25	0	0	0
					投资活动现金流	(1743)	(1325)	(1273)	(1359)
					权益性融资	57	0	0	0
					负债净变化	(1343)	(1500)	(1500)	(1000)
					支付股利、利息	(643)	(897)	(1114)	(1401)
					其它融资现金流	6033	861	1702	1010
					融资活动现金流	2119	(1536)	(913)	(1391)
					现金净变动	480	496	430	637
					货币资金的期初余额	1954	2434	2930	3360
					货币资金的期末余额	2434	2930	3360	3997
					企业自由现金流	(918)	2207	1491	2165
					权益自由现金流	3772	1419	1578	2084

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032